Die Realverzinsung der deutschen Reichsanleihen 1910—1920

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Würde eines Doktors
der Staatswissenschaften
an der
Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät
der
Vereinigten Friedrichs-Universität
Halle-Wittenberg

R. UNIV. BIBLIOTHEEK LEIDEN

vorgelegt von

Walter Müller
aus Chemnitz

Referent: Professor Dr. Wolff

Auszug

1923

Der Zinsfuß der Staatspapiere ist eingereiht in die Zinsfüße der festverzinslichen Wertpapiere wie überhaupt aller Kreditgeschäfte; welchen Platz er innerhalb des landesüblichen Zinsfußes einnimmt, ist von größter volkswirtschaftlicher Bedeutung. Der Zinsfuß der Staatspapiere muß der niedrigste unter allen langfristigen Kreditgeschäften sein. Aendert sich das, so ist das ein Zeichen dafür, daß das anlagesuchende Kapital dem Staat nicht das Vertrauen entgegenbringt, das es zu anderen Schuldnern hat, und dieses Mißtrauen wirkt zurück auf die gesamte Volkswirtschaft.

Aus diesem Grunde soll in dem zu untersuchenden Zeitraum die Entwicklung betrachtet werden im Hinblick auf die Stellung des Staatspapierzinsfußes zu anderen festverzinslichen Wertpapieren, sowie zu der Entwicklung des Zinsfußes überhaupt.

Will man die Ursachen aufdecken, die die Höhe des Zinsfußes in einem Lande ganz allgemein bestimmen, so muß man sich vor Augen halten, daß das Kapital zwei Anlagemöglichkeiten hat, nämlich entweder als Geldleihkapital im Leihgeschäft oder als Produktionskapital unmittelbar in der Produktion. Das Verhältnis des Ertrages in beiden Anlagearten ist ausschlaggebend für die Wahl der Anlageform. Die Differenz zwischen der Gewinnquote als dem Ertrag des Kapitals in der Produktion und dem Zins als dem Ertrag im Leihgeschäft ist entscheidend. Nimmt die Differenz zwischen beiden zu Gunsten der Gewinnquote aus Produktionskapital zu, so wird das Leihkapital vom Leihmarkt abfließen. Die Folge davon ist ein Anwachsen der Nachfrage nach Leihkapital und damit ein Steigen des Zinsfußes. Auf dem Markt für Produktionskapital dagegen wird das abgewanderte Leihkapital das Angebot vermehren und so ein Fallen der Gewinnquote zur Folge haben, was wieder angebotmindernd wirkt. Aus diesen Gründen wird der Zins bestrebt sein, der Gewinnquote in angemessenem Abstande zu folgen. Dieser Abstand wird um so kleiner sein, je geringere Schwierigkeiten der Abwanderung des Kapitals von der einen zur anderen

Anlage entgegenstehen. Mit der Ausbildung der Kapitalsgesellschaften sind die Schwierigkeiten erheblich verringert worden und zwar in einem Ausmaße, daß demgegenüber die anderen Faktoren, die die Zinshöhe beeinflußen, nämlich die internationale Kapitalwanderung, sowie der sonstige Geldumlauf des Landes zurücktreten.

Am schnellsten und am genauesten wird Angebot und Nachfrage ausgeglichen auf dem Markt für kurzfristigen Kredit, der in der Regel Produktionskredit ist und dessen Zinsfuß sich richtet nach der Aussicht auf den damit zu erzielenden Gewinn. Das Mittel, den Ausgleich zwischen Angebot und Nachfrage herbeizuführen, ist der Diskontsatz. Da ein im Verhältnis zum Zinsfuß für langfristigen Kredit zu hoher Marktdiskont das Kapital vom Markt für langfristigen Kredit abziehen würde, beeinflußt der Marktdiskont auch diesen Zinsfuß. Allerdings macht der Zinsfuß nicht in gleichem Ausmaße die Schwankungen der Diskontrate mit.

Die Untersuchung der Entwicklung des Staatspapierzinsfußes während des letzten Jahrzehntes zerfällt natürlicher Weise in drei Perioden: in die Zeit vor dem Kriege, in die während des Krieges und in die nach dem Kriege. Ein Vergleich der Realverzinsung der Staatsanleihen mit der Entwicklung des Markt- und Bankdiskontes vor Ausbruch des Weltkrieges zeigt eine gleichlaufende Entwicklung. Alle Zinssätze weisen eine steigende Tendenz auf, die verursacht wird von dem Steigen der Gewinnquote in der Produktion in der Zeit des größten wirtschaftlichen Aufschwunges. Von dieser Bewegung hat sich auch der Staatspapierzinsfuß nicht freihalten können; aber ein Vergleich mit anderen festverzinslichen Wertpapiergattungen zeigt, daß trotz der eingetretenen Kurssenkung der Staatspapierzinsfuß bis zum Weltkrieg die oberste Sprosse auf der Stufenleiter des landesüblichen Zinsfußes einnimmt, d. h. am niedrigsten war, ein Beweis für die Sicherheit, die die Staatsanleihen dem Kapitalmarkt boten.

Während der Kriegszeit tritt jedoch in den Wechselbeziehungen zwischen Kursstand und Marktdiskont eine Veränderung ein. Einmal wird aus wirtschaftspolitischen Gründen der Reichsbankdiskont frei gemacht von der Abhängigkeit vom Marktdiskont. Aber auch zwischen Marktdiskont und Kursstand ergeben sich Differenzen. Am deutlichsten wird das bei einem

Vergleich zwischen Gewinnquote und Kursstand. In den ersten Kriegsjahren fällt die Gewinnquote in der Produktion stark, während der Zinsfuß steigt, und in den folgenden Jahren steigt die Gewinnquote erheblich, während sich der Staatspapierkurs auf gleicher Höhe hält. Der Grund dafür liegt darin, daß das Reich die Finanzierung des Krieges fast ausschließlich durch Anleihen vornahm. Dadurch wurde ein Ueberangebot von Reichsanleihen herbeigeführt, während die Emissionen anderer festverzinslicher Wertpapiere erheblich eingeschränkt wurden, so daß diese sich rasch von dem Kurssturz, den auch sie zu Anfang des Krieges erleiden mußten, erholen konnten. Die Folge davon ist, daß nunmehr die Reichsanleihen die höchste Verzinsung aller festverzinslichen Wertpapiere aufweisen, ohne daß das auf ein Schwinden der Kreditwürdigkeit des Reiches, zum mindesten bis zum Sommer des Jahres 1918, zurückzuführen wäre.

Erst mit dem Zusammenbruch des deutschen Reiches wird der Staatskredit auf das schwerste erschüttert. Während die Wertpapiere, die vor dem Kriege unter allen festverzinslichen Werten den niedrigsten Kursstand aufwiesen, jetzt am höchsten stehen, sinken die Kurse der Staatsanleihen bis zu einem früher nie geahnten Tiefstand. Eine Ausnahme hiervon machen nur seit dem Jahre 1920 die Vorkriegsanleihen des Reiches, vor allem die dreiprozentigen Anleihen, deren bemerkenswerte Wertsteigerung nur darauf zurückzuführen ist, daß sie zu verzinslichen Markspekulationen vom Ausland benutzt werden konnten.

Der Kursstand der Kriegsanleihen, der vom Reiche obendrein noch künstlich beeinflußt wird, dagegen ist ein so tiefer, daß alle anderen festverzinslichen Wertpapiere ganz erheblich höher stehen. Die Realverzinsung der deutschen Reichsanleihen ist daher heute denkbar niedrig; sie beweist den tatsächlichen Verfall des deutschen Reichskredits seit dem Kriegsende.